



Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil

2007/8

Enero 2007

LOS PACTOS PARASOCIALES ANTERIORES A LA ENTRADA EN VIGOR DE LA LEY DE TRANSPARENCIA

Juan Sánchez-Calero Guilarte

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
jscalero@der.ucm.es
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://www.ucm.es/eprints>
www.ucm.es/BUCM/der/10437.php

Copyright © 2007 por el autor

Resumen:

La Ley de Transparencia incorporó una nueva regulación para los pactos parasociales en sociedades cotizadas. Para los pactos preexistentes se adoptó un régimen transitorio, que en algún aspecto resultaba muy confuso. El trabajo expone una interpretación de esas normas transitorias desde los principios que se considera que han inspirado la nueva regulación.

Palabras clave:

Derecho de sociedades, sociedades cotizadas, pactos parasociales, acuerdos de accionistas, normas transitorias.

Abstract:

The Transparency Act introduced a new regulation of shareholders' agreements at quoted companies. Concerning the previous agreements, certain somehow confusing temporary provisions were adopted. This paper sets out a construction of the said temporary provisions from the perspective of the principles deemed to be the inspiration for the new regulation.

Key words:

Company Law, listed companies, shareholders agreements, transitory rules.

**LOS PACTOS PARASOCIALES ANTERIORES A LA ENTRADA EN VIGOR DE LA LEY DE
TRANSPARENCIA**

**JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Complutense***

SUMARIO:

I.-	INTRODUCCIÓN	4
II.-	DELIMITACIÓN DEL TEMA	7
III.-	EL CUESTIONABLE CARÁCTER TRANSITORIO DE LA DISPOSICIÓN TRANSITORIA TERCERA	12
IV.-	TRAMITACIÓN PARLAMENTARIA DE LA DISPOSICIÓN TRANSITORIA TERCERA	13
V.-	LA RELACIÓN ENTRE PUBLICIDAD Y LA EFICACIA DE LOS PACTOS PARASOCIALES: REGLA GENERAL Y EXCEPCIONES	15
VI.-	LAS REGLAS EN MATERIA DE INEFICACIA DE LOS PACTOS PARASOCIALES	18
1.	La letra a) enlazaba con el plazo general de comunicación	18
2.	La letra b) advertía que el hecho de no haber cumplido los deberes de comunicación legalmente previstos no sanaba la ineficacia de aquellos pactos parasociales derivada de que fueren, en todo o en parte, " <i>contrarios a la ley</i> "	20
VII.-	LA LETRA c) DEL APARTADO 2 DE LA DISPOSICIÓN TRANSITORIA TERCERA	22
VIII.-	LA INEFICACIA COMO REACCIÓN FRENTE AL INCUMPLIMIENTO DE LA DISCIPLINA DE LAS OPAS	25
IX.-	LA INTERPRETACIÓN SUPUESTAMENTE "LITERAL" DE LA LETRA c) DEL APARTADO 2 DE LA DISPOSICIÓN TRANSITORIA TERCERA	28
X.-	LA "APTITUD DE MERCADO" MEDIANTE LA INEFICACIA DE LOS PACTOS PARASOCIALES	30
XI.-	INEFICACIA DE LOS PACTOS PARASOCIALES Y SEGURIDAD JURÍDICA.....	35
XII.-	PACTOS PARASOCIALES Y RÉGIMEN LEGAL EN MATERIA DE OPAS	39

* Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación SEJ2004-03259/JURI, titulado "Las grandes empresas entre el Derecho de sociedades y el mercado de valores II", que ha sido financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia y está destinado a los Estudios Homenaje al Profesor García Villaverde.

I.- INTRODUCCIÓN

Estas páginas tienen un propósito limitado: examinar el régimen transitorio que con respecto a los pactos parasociales estableció la Disposición transitoria tercera de la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, conocida como "Ley de Transparencia". Es un hecho notorio que la interpretación de esa norma se ha visto rodeada de una notable controversia en el seno de distintas sociedades cotizadas, como lo acredita la mera lectura de las informaciones referidas a los diversos conflictos planteados o la consideración de las contribuciones doctrinales que se han ocupado del tema¹.

Lo transitorio es lo fugaz y accidental, también dentro de una norma. En este caso y a pesar de esa obviedad, las normas pensadas para los pactos anteriores a la promulgación de la Ley de Transparencia han merecido una especial y paradójica atención: sus deficiencias han provocado una incertidumbre tal que puede explicar el que merezcan un tratamiento separado, aún cuando al realizarlo no se puede prescindir del análisis conjunto de la norma.

El estudio del régimen transitorio de la Ley de Transparencia provoca una desazón que no quiero dejar de expresar por lo que tiene de síntoma de los

¹ V. GINER GARCÍA, D., "Aproximación a la regulación del sistema de publicidad de los pactos parasociales en la Ley 26/2003", *La Ley*, 5902 (27 de noviembre de 2003), p. 1 y ss.; RECALDE CASTELLS, A./DE DÍOS MARTÍNEZ, L.M., "Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica", *La Ley*, 5929 (9 de enero de 2004), p. 1 y ss.; ILLESCAS ORTIZ, R., "La transparencia de las Sociedades Anónimas cotizadas y los pactos parasociales", *Derecho de los Negocios* 165 (2004), p. 5 y ss.; FERNÁNDEZ PÉREZ, N., "El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del derecho societario español", *RdS* 22 (2004), p. 87 y ss.; MAMBRILLA RIVERA, V., "Los pactos parasociales y la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas: análisis de su tratamiento en la Ley 26/2003", *RdS* 22 (2004), p. 205 y ss. y LEÓN SANZ, F.J., "La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas", en AA.VV., *Derecho de sociedades cotizadas* (dirs. Rodríguez Artigas y otros), t. II, Cizur Menor (2006), p. 1167 y ss.

desafortunados derroteros acogidos por nuestro legislador en los últimos tiempos. Algún autor extranjero ha defendido que no podemos seguir esperando que el Derecho aplicable a las sociedades se adopte de acuerdo con los cauces seguidos hasta ahora. Las demandas que plantean al legislador determinados problemas vinculados con el régimen legal aplicable a las grandes sociedades no consienten ya que la promulgación de las normas respectivas sea el resultado de un prolongado y minucioso debate doctrinal, prelegislativo y parlamentario. Ante situaciones que tienen un especial impacto para el normal funcionamiento de las empresas y de los mercados en donde se negocian sus valores, el legislador debe reaccionar con urgencia. Frente a la construcción de un genuino sistema normativo para las sociedades cotizadas, se viene imponiendo la utilización de la legislación del mercado de valores como cauce para corregir o hacer frente a los problemas advertidos en relación con dicho tipo societario.

Pero la urgencia puede expresar una elogiable diligencia cuando, además de hacer frente a una determinada situación, la norma cumple las premisas técnicas exigibles a toda iniciativa legislativa, sea la del Gobierno² o la de los grupos parlamentarios. Pretensión elemental que, sin embargo, en el presente caso creo que se vio absolutamente defraudada.

Dice el refranero que las prisas no son buenas consejeras y creo que en el caso de la Ley de Transparencia y de su régimen transitorio el resultado ha hecho bueno aquel refrán. Desde su promulgación, la Ley de Transparencia fue calificada como norma polémica, insegura, confusa y para la que se solicitaba una aclaración. No hay mayor fracaso para el legislador que el hecho de que su actuación tenga como secuela la inseguridad jurídica y la generación de conflictos donde antes no existían. Los fracasos admiten, además, graduaciones. El que comporta el régimen transitorio de la Ley de Transparencia es muy grave: lo que se ha puesto en juego es una incertidumbre que afecta a un valor tan esencial del orden económico como

² V. el Acuerdo de 18 de octubre de 1991, del Consejo de Ministros, por el que se aprueban las directrices sobre la forma y estructura de los Anteproyectos de Ley.

son las relaciones de control y la estabilidad en las principales empresas españolas. Los afectados son tanto los accionistas y administradores de éstas, como los organismos supervisores de los mercados en que aquellas actúan.

A pesar de ello, la situación no deja de ser sorprendente puesto que existiendo una opinión generalizada sobre el deficiente régimen transitorio de la Ley de Transparencia en materia de pactos parasociales, ni una sola actuación legislativa contribuyó a zanjar el problema creado. Quizás porque se albergaba la secreta esperanza de que los destinatarios de la norma arreglaran el desaguizado provocado por ella o, sencillamente, confiando en que el tránsito del tiempo solventara el problema³.

Finalmente, es notorio que las páginas que siguen se ocupan de la aplicación de una norma que ya ha quedado superada por el transcurso del tiempo. El período transitorio que contemplaba la Disposición analizada tomaba en consideración un plazo máximo de tres años, que terminó el pasado día 19 de julio de 2006⁴. En consecuencia, se ha agotado el tránsito desde la situación anterior hacia la que introduce la nueva disciplina de los pactos parasociales en la LMV. Ante esa evidencia, pudiera considerarse que estamos ante una publicación tardía o, en razón de esa demora, ante un trabajo sin

³ La disposición transitoria tercera ofrecía tres años para la comunicación de pactos que permanecían ocultos. Esto hizo que se contemplara ese plazo como la oportunidad de sacar a la luz pactos que no se conocían y que, cuando dicho plazo estaba a punto de agotarse, se considerara la notificación de cada pacto como el afloramiento de pactos "ocultos" que, de no conocerse, serían ineficaces (v. "Los acuerdos ocultos serán anulados el 19 de julio", Expansión, 17 de julio de 2006, p. 1), y que de esa forma se "desvelaban", "destapaban" o abandonaban su carácter "oculto" (v. esos términos en el mismo diario citado y en su edición de 18 de julio de 2006, p. 8). Ese enfoque resulta erróneo en la mayoría de los supuestos, puesto que entre julio de 2003 y el mismo mes de 2006, se notificó una mayoría de pactos que quedaban fuera del ámbito de aplicación de la Disposición transitoria tercera. Se trataba bien de pactos nuevos (posteriores a la entrada en vigor de la Ley de Transparencia), sometidos a lo dispuesto en el art. 112 LMV, o bien de pactos anteriores a dicha Ley a los que no alcanzaba la Disposición transitoria por ser previos a la admisión de los valores respectivos.

Si analizamos las empresas encuadradas a principios de 2007 en el IBEX-35, son 10 las que han comunicado la existencia de pactos parasociales. Tan sólo en un caso el pacto era anterior a la entrada en vigor de la LMV (se menciona la suscripción inicial de un pacto en 1945), pero no afectaba a acciones que superaran el 25% del capital.

⁴ Dado que la Ley entró en vigor el día 19 de julio de 2003

interés, lo que reclama una explicación de ese retraso. El presente artículo condensa de forma ordenada las varias opiniones que el autor tuvo ocasión de emitir -en coincidencia y discrepancia con otros muchos compañeros- en el marco de un determinado procedimiento arbitral. Concluido éste por medio del correspondiente laudo, la publicación de las opiniones que siguen ya no influirá en aquél debate. Por otra parte, el análisis de la Disposición transitoria tercera de la Ley de Transparencia que se aborda en este trabajo no se limita a la concreta aplicación de la misma sino que, con ocasión de su propuesta interpretativa, recoge algunas consideraciones sobre la inspiración general de la regulación que los pactos parasociales en sociedades cotizadas han recibido dentro de la Ley de Transparencia. Creo que esas consideraciones mantienen algún interés a pesar de que ya haya quedado superado el plazo transitorio contemplado en aquella Disposición.

II.- DELIMITACIÓN DEL TEMA

El enunciado de este trabajo contiene ya una premisa: que al tener que abordar pactos parasociales anteriores a la entrada en vigor de la Ley de Transparencia, se presume que en las sociedades cotizadas españolas, ámbito de aplicación de la nueva disciplina (arts. 111 y 112.1 LMV), existían antes del día 19 de julio de 2003 distintos pactos de esa naturaleza.

Esa presunción es acertada. Aun cuando los juristas españoles tenemos una tendencia excesiva a analizar las sociedades cotizadas obviando la realidad en materia de propiedad y difusión de su capital social, la existencia de pactos parasociales en algunas de las principales sociedades cotizadas resultaba un hecho notorio. Probablemente porque, precisamente, la existencia de participaciones significativas relevantes es la que fomentaba el recurso a convenios entre sus titulares que, por esa vía, alcanzan o mantienen una posición de control prácticamente inexpugnable, a pesar de la negociación de las acciones de la sociedad en los mercados bursátiles⁵.

⁵ Así lo indican los distintos Informes que han tratado el régimen de las sociedades cotizadas españolas El *Informe sobre el Consejo de Administración* elaborado en febrero

Opción que además, se veía favorecida por la ausencia de un deber específico de comunicación de pactos parasociales. A pesar de que como hechos relevantes podían ser puestos ya en conocimiento del mercado, su comunicación no se producía en aquellos casos en donde no interesaba a sus firmantes oponer tales pactos frente a la sociedad (cfr. art. 7.1, párrafo segundo, LSA).

Probablemente fuera esa misma presunción la que motivó la mención que el conocido como Informe Aldama dedica a los pactos parasociales. Puesto que se consideraba necesario hacer pública la estructura de propiedad de la sociedad como una de las vías en la búsqueda de la ansiada transparencia, dicho Informe afirmaba *“que es de suma importancia que los mercados estén al corriente de los pactos parasociales y de la estructura de control de las sociedades o grupos de sociedades que participan en el capital de la sociedad y en el de sus filiales, sobre todo cuando en ellas participan también los accionistas de referencia”*⁶. Ese criterio fue asumido en la Ley de Transparencia en cuanto a los pactos parasociales y se tradujo en un determinado régimen de publicidad para aquellos en los términos previstos en el nuevo art. 112 LMV.

Ahora bien, con vistas a una correcta interpretación de la disciplina general y transitoria que para los citados pactos supuso la Ley de Transparencia, convendrá subrayar que el valor del Informe Aldama como precedente de la

de 1998 por la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades (Comisión Olivencia) decía, en su apartado 3 que *“el análisis de la estructura accionarial de nuestras sociedades muestra que la mayor parte de las sociedades cotizadas en el mercado continuo están controladas por un socio mayoritario o por un grupo de socios significativos”* (p. 10).

En el mismo sentido, el *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas* (Comisión Aldama) de enero de 2003 señalaba, en su apartado I.3, lo siguiente: *“hay que tener en cuenta, además, el punto de partida de nuestro país, compartido con otros muchos países de nuestro entorno: la existencia de una larga tradición de coordinación económica estatista y reglamentista, y de un mercado de capitales centrado en torno a los bancos y las instituciones financieras, con una frecuencia alta de participaciones accionariales cruzadas, capital social concentrado y núcleos estables”* (p. 8).

⁶ V. *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, 8 de mayo de 2003, p. 16.

regulación legal es muy limitado. Más allá de la cita que se ha realizado, el citado Informe no contenía otra referencia a los pactos parasociales que pudiera servirnos como precedente del art. 112 LMV y del deber de publicidad que allí se establece y, desde luego, no ofrece ningún apoyo al intento por descifrar los aspectos más confusos del régimen transitorio.

En realidad, el antecedente del art. 112 LMV lo encontramos en la redacción que de los pactos parasociales contenía la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles⁷ en sus artículos 371 a 375 bajo idéntica rúbrica a la que finalmente ha adoptado el Título X, Capítulo II LVM “*De los pactos parasociales sujetos a publicidad*”.

Lo que hizo el art. 112 LMV fue abordar de una manera especial y autónoma la publicidad de los pactos parasociales, considerando que su publicidad debería traducirse a partir de entonces en la comunicación de las correspondientes estipulaciones⁸. Deber novedoso de publicidad que se proyecta hacia el futuro para los pactos celebrados, prorrogados o modificados a partir de la entrada en vigor de la Ley de Transparencia y que también se ha querido que alcance al “*pasado*”, es decir, a los pactos parasociales sujetos al art. 112 LMV, pero celebrados antes de su entrada en vigor. A esta última pretensión respondía la Disposición transitoria tercera.

Mas junto a las anteriores, creo necesario formular una consideración adicional que resulta especialmente oportuna. Interpretar la Disposición transitoria tercera es, en buena medida, analizar ciertos supuestos de posible ineficacia de los pactos parasociales que existían en el momento de la entrada en vigor de la Ley de Transparencia. Se trata de reparar en la realidad

⁷ MINISTERIO DE JUSTICIA. COMISIÓN GENERAL DE CODIFICACIÓN, *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Madrid (2002), pp. 138-140.

⁸ No puede hablarse de un desarrollo reglamentario específico del art. 112 LMV. La publicación de los pactos parasociales ha sido abordada en la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre y en la Circular 1/2004, de 17 de marzo de la CNMV, en razón de que la comunicación de la existencia de pactos parasociales se incluía como contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo regulado en el art. 116 LMV, también introducido por la Ley de Transparencia.

social del tiempo a la que dicha Ley ha de ser aplicada junto con la nueva disciplina de los pactos parasociales. Atender a la situación de hecho caracterizada por un amplio uso de pactos parasociales en las sociedades cotizadas españolas⁹, tal y como se acaba de explicar.

Ante esa situación, la reacción del legislador nos ofrece una segunda referencia inevitable: frente a la admisión de esos pactos que implícitamente manifestaban normas de distinto rango aplicables en los mercados de valores (los más notorios, el propio concepto de grupo del art. 4 LMV o el régimen de comunicación de participaciones significativas que deriva del art. 53 LMV), la introducción del art. 112 LMV supuso, ante todo, un expreso reconocimiento de la admisibilidad de los pactos parasociales¹⁰ (tal y como los define su apartado 1), cuya eficacia dependerá del cumplimiento de los mecanismos de publicidad que la propia norma establece. Esa postura manifiesta un criterio legislativo permisivo hacia los pactos parasociales, en sociedades cotizadas, probablemente por entender que una prohibición absoluta de los pactos parasociales supondría un cambio radical en la política legislativa desarrollada hasta el presente y, en directa relación con ello, por el convencimiento de los efectos que tal abrogación de los pactos parasociales comportaría. De adoptarse ésta, resultaba previsible una notable inestabilidad en diversas y relevantes sociedades, que se veían así abocadas a una obligada recomposición de las relaciones de poder y de su estructura propietaria¹¹.

Así pues, toda la interpretación de la Ley de Transparencia tiene que respetar, como ineludible requisito sistemático, ese criterio determinante a

⁹ Al igual que se ha dicho ante la solución adoptada en el ordenamiento italiano, la regulación de los pactos parasociales arranca de un "*reconocimiento de la realidad*"; v. CREMASCO, D./LAMBERTINI, L., *Governo delle imprese e patti parasociali*, Milán (2004), p. 55.

¹⁰ De nuevo, el ordenamiento italiano ofrece ejemplos jurisprudenciales que parten de ese criterio; v. MACRÍ, E., "L'efficacia dei patti parasociali", Banca Borsa Titoli di Credito 2 (2006), p. 238 y ss.

¹¹ Criterio de admisión que no se ha visto entre nosotros precedido de un debate interno e interesante como el registrado en el ordenamiento italiano: v. la recapitulación de FOIS, C., "I patti parasociali", en AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Milán (2003), pp. 91-92.

favor de la validez de los pactos parasociales. Esta admisión explícita de los pactos constituye un principio institucional e informador de la nueva disciplina que no puede eludirse¹². Posición que, con suma probabilidad, tiene su razón de ser en el convencimiento de la utilidad de aquellos pactos como garantía de estabilidad¹³ y que es abiertamente contradictoria con una aproximación al fenómeno de los pactos parasociales en sociedades cotizadas, perceptible sobre todo en algunas construcciones doctrinales, caracterizada por su rechazo y desautorización de los pactos. Resulta cuestionable interpretar una disposición legal asumiendo que la *ratio* de la misma es opuesta a la que la propia norma evidencia. El legislador español ha considerado procedente proclamar expresamente la admisibilidad de los pactos parasociales, en línea con otros ordenamientos en los que se ha impuesto esa solución, atendiendo a la utilidad de los pactos como herramientas de estabilidad para las sociedades cotizadas¹⁴. La validez y la eficacia se supeditan, tan sólo (al no haberse querido imponer un límite temporal a los pactos), al cumplimiento del deber de publicidad.

Al tratar la eficacia y la posible retroactividad de la ley nueva, se ha dicho que la ley resulta una herramienta determinante (que no resultante) de la realidad, que obliga a considerar lo que se quiere conservar, detener o borrar con vistas a la evolución o transformación jurídica perseguidas¹⁵. La Ley de Transparencia pretende determinar un nuevo régimen de conocimiento de los pactos parasociales, a partir de la voluntad de un explícito y general reconocimiento de su validez y de conservar la de los existentes, previa su lógica adaptación a la nueva Ley, conforme a lo que la propia Disposición transitoria tercera establece.

¹² V., PÉREZ ÁLVAREZ, M.A., *Interpretación y Jurisprudencia. Estudio del artículo 3.1 del Código Civil*, Elcano (1994), p. 165 y la jurisprudencia que cita en tal sentido.

¹³ De forma expresa así lo reconoció el legislador italiano en la reforma de los artículos 2341 bis y ter c.c.: CREMASCO, D./LAMBERTINI, L., *op. cit.*, p. 85 y ss.

¹⁴ Sobre los criterios manejados en la reforma del Derecho italiano, v. JAEGER, P.G./MARCHETTI, P., "Corporate governance", *Giur. comm.* Sep.-Oct. (1997), pp. 635-636.

¹⁵ V. BATLLE, *Comentarios al Código Civil*, Madrid (1978), p. 76.

III.- EL CUESTIONABLE CARÁCTER TRANSITORIO DE LA DISPOSICIÓN TRANSITORIA TERCERA

Siendo claro que la Disposición trataba de concretar la incidencia de la nueva disciplina con respecto a actos y situaciones jurídicas creadas conforme a la legislación anterior, provocó una cierta confusión al regular, de manera deficiente, aspectos que exceden del régimen transitorio¹⁶. Destaca en ese sentido la cuestión de la ineficacia de determinados pactos parasociales. Esa “*desviación*” es la que ocasionó una notable incertidumbre acerca de cómo interpretar aquella Disposición transitoria e incluso, su compatibilidad con el principio constitucional de la seguridad jurídica (v. art. 9.3 de la Constitución española), aún cuando la posibilidad práctica de corregir ese defecto legislativo está severamente limitada tomando en cuenta la posición adoptada por el Tribunal Constitucional, que ha reiterado que el “*calificar como transitoria una regulación jurídica de vigencia temporalmente incondicionada puede ser, en su caso, expresión de una mala técnica legislativa, mas de dicha circunstancia no cabe inferir de modo necesario una infracción del mencionado principio constitucional [de seguridad jurídica]. Ciertamente no corresponde a la jurisdicción constitucional pronunciarse sobre la perfección técnica de las leyes*”¹⁷. Cuestión distinta sería el análisis de la compatibilidad de esa Disposición con la tutela constitucional de la seguridad jurídica, de la igualdad y de la propiedad (cfr. arts. 9, 14 y 33 CE), que aquí simplemente podemos apuntar¹⁸.

¹⁶ De “*graves interrogantes*” habla MAMBRILLA, Rds, 1 (2004), p. 247; en similar sentido, LEÓN SANZ, F.J., “La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas”, p. 1190.

¹⁷ STC de 23 de noviembre 1998, RTC 1998/225, con cita de otras varias sentencias en el mismo sentido.

¹⁸ Vid. *infra* XI

Así, en línea con la interpretación dada al principio de irretroactividad sancionado por el art. 9.3 CE¹⁹, analizar la incidencia que la Ley de Transparencia pretende tener para la eficacia de los pactos parasociales celebrados con anterioridad a su entrada en vigor reclama recordar las voces autorizadas que extienden también la tutela inherente a la retroactividad de las normas sancionadoras frente a sanciones de naturaleza civil, como la pretensión de nulidad de actos jurídicos anteriores²⁰. En igual sentido, procede recordar la doctrina constitucional que precisa el concepto de los derechos individuales que no pueden verse restringidos por el juego de la retroactividad²¹. Por último, la interpretación de la Disposición que nos ocupa obliga a prestar igual atención al "Derecho transitorio común" que constituyen las disposiciones de esa naturaleza contenidas en el Código Civil²², que contienen unos *principios* (v. la Disposición transitoria decimotercera CC) y que pueden igualmente ser invocados a esos efectos.

IV.- TRAMITACIÓN PARLAMENTARIA DE LA DISPOSICIÓN TRANSITORIA TERCERA

Uno de los criterios hermenéuticos que plasma el art. 3.1 CC es el que atiende a los antecedentes históricos y legislativos de la norma. Dentro de estos antecedentes, las nuevas tecnologías ponen a nuestra disposición una cómoda posibilidad de explorar la génesis de la norma y su tramitación parlamentaria. Al respecto, conviene señalar que la Disposición transitoria tercera no figuraba en el texto inicial del Proyecto de Ley, sino que fue introducida durante la tramitación de la Ley en el Senado al admitir la enmienda nº 83 del Grupo Parlamentario Popular. También es oportuno destacar que dicha enmienda integraba una práctica que ha sido severa y autorizadamente criticada por la desnaturalización que supone de la propia

¹⁹ V. COCA PAYERAS, M., *Comentarios al Código Civil*, t. I-vol. 1, Madrid (1992), p. 487 y ss.

²⁰ V. DIEZ-PICAZO, L./GULLÓN, A., *Sistema de Derecho Civil*, vol. II, Madrid (2001), p. 116.

²¹ V. las referencias que a la doctrina constitucional hace COCA PAYERAS, op. cit., pp. 495-496.

²² Sobre el carácter de modelo de tales disposiciones, v. DIEZ-PICAZO, L./GULLÓN, A., *Sistema de Derecho Civil*, vol. II, p. 121.

iniciativa legislativa, por consistir en una enmienda que, propuesta por el Senado y sin posibilidad de enmienda en el Congreso, es sometida a la aceptación o rechazo de éste²³.

Su justificación resultó entonces escasamente ilustrativa acerca de los motivos de su adopción: *“Se introduce un régimen transitorio respecto de los pactos parasociales cuya celebración, prórroga o modificación hubiere tenido lugar con anterioridad a la entrada en vigor de la presente Ley”*.

La exposición que el portavoz de dicho Grupo Parlamentario llevó a cabo en la discusión por el Congreso previa a la aprobación de dicha enmienda aclaró que el cumplimiento del (nuevo) deber de publicidad era la esencial motivación de la enmienda: *“La ley dice con una claridad meridiana que se tienen que hacer públicos los pactos parasociales que se firmen de aquí al futuro, ahora, a partir de la enmienda del Senado, se establece que no sólo se tienen que hacer públicos los que se firmen a partir de ahora, sino también los que hayan firmado en el pasado, y se les da un plazo para hacerlos públicos y transparentes en caso de que no se anulen. Además se dice –y me parece importante– que en caso de OPA, los pactos parasociales del pasado se tienen que hacer públicos en ese mismo momento. Esa enmienda, señorías, avanza en transparencia. Uno puede preferir que el plazo para hacerlos públicos, en vez de cuatro años, sea de dos, de uno o de siete, pero es evidente que, de una situación en la que los accionistas minoritarios estaban al margen, se pasa a una situación en la que van a tener información puntual”*²⁴.

²³ LAVILLA ALSINA, L. “Buenos y malos usos en la creación de normas jurídicas”, en Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, 32 (2002), p. 97: *“En este caso se produce, además, una alteración del procedimiento de tramitación de las leyes constitucionalmente establecido. El Senado y los Senadores no tienen condicionada su facultad de enmienda, pero no pueden introducir como enmienda lo que es, en puridad, otra iniciativa legislativa, eliminando la fase de tramitación parlamentaria en el Congreso e invirtiendo el orden en que las Cámaras debe conocer del proyecto”*.

²⁴ Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados, año 2003, VII Legislatura, nº 267, p.13.913.

De tal exposición se deducen, en mi opinión, tres reglas:

- (i) los pactos parasociales anteriores a la Ley debían comunicarse en un plazo de tres años;
- (ii) dentro de ese plazo, los pactos parasociales permanecerían en vigor, salvo que sus firmantes acordaran dejarlos sin efectos antes de comunicarlos;
- (iii) en caso de producirse una OPA, la comunicación de los pactos parasociales debería realizarse de manera inmediata.

En todo caso, no resulta dudoso que la finalidad que se expuso como objetivo de esa enmienda era, sencillamente, la fijación de un régimen de transparencia específico de los pactos anteriores a la entrada en vigor de la nueva Ley 26/2003.

V.- LA RELACIÓN ENTRE LA PUBLICIDAD Y LA EFICACIA DE LOS PACTOS PARASOCIALES: REGLA GENERAL Y EXCEPCIONES

Un segundo criterio interpretativo a partir del art. 3.1 CC que procede traer a colación es el que apunta al contexto. Una de las concreciones de dicho criterio nos conduce a la interpretación sistemática, que se presenta especialmente pertinente en el presente supuesto. De acuerdo con ella, la correcta interpretación es la que nos lleva a considerar la norma en su integridad²⁵. Esto implica respetar una doble conexión. De una parte, la de la Disposición transitoria tercera con la regulación principal de los pactos parasociales²⁶, que como se indicó, ha supuesto su explícita admisión en el régimen de nuestras sociedades cotizadas. De otra, la conexión entre las distintas previsiones contenidas en la propia Disposición transitoria tercera.

²⁵ DIEZ-PICAZO, L./GULLÓN, A., *Sistema*, vol. II, p. 167.

²⁶ En esencia, el art. 112 LMV, en relación con el art. 100, a) bis de la misma Ley.

Partiendo de la interpretación conjunta de la Disposición transitoria tercera, ésta manifiesta como pretensión inequívoca la de regular el deber de publicidad de pactos parasociales previos a la entrada en vigor de la Ley de Transparencia. Ese es el espíritu y finalidad de la norma en su conjunto (art. 3.1 CC). Regulación que, obviamente, debe cubrir el supuesto de inobservancia del deber de comunicación del pacto. La respuesta a ese incumplimiento puede contemplarse en un doble ámbito: el público y el privado. El primero se concreta en infracciones y sanciones administrativas, que la Ley de Transparencia incluyó al modificar el artículo 100, a) bis LMV. El segundo es el que contempla el apartado 2 de la Disposición transitoria tercera de dicha Ley.

Mientras que en otros ordenamientos la falta de publicidad de los pactos parasociales se sanciona con su nulidad, la Ley de Transparencia ha optado por la ineficacia, probablemente porque considera que tal solución consienta una tardía publicación que, a la postre, se corresponde con la esencial finalidad de transparencia²⁷. Así pues, y siguiendo esa orientación, debe entenderse que la Ley de Transparencia enuncia una regla general y sus correspondientes excepciones a partir de un criterio fundamental que es el que establece una relación entre la comunicación y publicidad de los pactos parasociales y su eficacia.

Esa relación entre comunicación y eficacia del pacto parasocial la ha acogido acertadamente el párrafo final del art. 112.2 LMV, que admite la validez de los pactos por su simple celebración, si bien sus efectos, desde la perspectiva del Derecho del mercado de valores, dependerán del cumplimiento de los deberes informativos que el mismo precepto impone:

²⁷ La discusión en torno a la opción entre la nulidad o la ineficacia como sanción a la falta de comunicación en plazo del pacto parasocial presenta especial interés en el ordenamiento italiano a raíz del art. 122 del Texto Unico della Finanza (Decreto Legislativo de 24 de febrero de 1998, n. 58); v., por todos, PICCIAU, A., "Patti parasociali", en AA.VV., *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.L.GS. 24 febbraio 1998, N. 58*, (dirs. Marchetti/Bianchi), t. I, Milán (1999), pp. 880-881.

“En tanto no tengan lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante, el pacto parasocial no producirá efecto alguno en cuanto a las referidas materias, sin perjuicio de la restante normativa aplicable”.

Por lo tanto, estamos ante una ineficacia limitada a aquellos extremos del pacto que contemplan el ejercicio del derecho de voto en la junta general o que afectan a la transmisibilidad de las acciones.

Lo que lleva, además, a formular algunas consideraciones complementarias. La primera, en línea con los apartados 1 y 2, a) de la Disposición transitoria tercera, que esa falta de comunicación determinará la ineficacia que, presuponiendo un pacto inicialmente válido, se producirá por alguna de las distintas vías que en el campo del Derecho privado puede determinar la ineficacia de un negocio jurídico o de un contrato, como puede ser la nulidad radical, la anulabilidad o nulidad relativa, la nulidad parcial, la rescisión, o la resolución²⁸. La segunda, que aclara que la eficacia de un pacto parasocial no solo dependerá de su comunicación, sino también *“de la restante normativa aplicable”*, sea ésta propia de la ordenación de los mercados de valores (p.e., participaciones significativas u OPAs) o de naturaleza distinta (p.e., en materia de competencia, legislación sectorial) y, en especial, de las normas del Derecho privado.

A partir de ahí, nos encontramos con la regla general, que es la que enuncia el apartado 1 de la Disposición transitoria tercera, que supeditó la eficacia de un pacto parasocial que afecte a más del 5% del capital social o de los derechos de voto al cumplimiento del deber de comunicación en el período transitorio de tres años. Entre tanto, los pactos parasociales seguirían siendo válidos y producirían entre las partes los efectos oportunos. Transcurrido

²⁸ V. una breve pero clara referencia a la cuestión de la eficacia claudicante e ineficacia sobrevenida en RODRÍGUEZ TAPIA, J.M., “Eficacia”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. II, Madrid (1994), p. 2631; CASTÁN, J., *Derecho civil español*¹⁴, t. I, vol. 2º, Madrid (1987), p. 931 y ss. y Díez-PICAZO/GULLÓN, *Sistema*, pp. 102-104.

ese plazo, resultarían ineficaces todos los pactos que no fueren comunicados oportunamente²⁹

Mas el legislador advirtió que existía el riesgo de atribuir a la simple comunicación de un pacto parasocial efectos convalidantes o sanatorios, de defectos o irregularidades inherentes a la celebración del mismo. Por eso los apartados b) y c) formulan excepciones al principio de eficacia de todo pacto parasocial comunicado oportunamente. Ha de subrayarse que ambas letras b) y c) establecen causas de ineficacia “*aunque se produzca la comunicación, el depósito y la publicación*” del pacto parasocial. Son excepciones que pretenden aclarar que la identidad entre publicidad y eficacia de un pacto parasocial no es absoluta, puesto que pueden darse situaciones ante las que la comunicación no es suficiente para aceptar la eficacia del pacto.

Una vez enunciado lo que creemos que es el criterio fundamental de acuerdo con el que debía de interpretarse la Disposición transitoria tercera procede que examinemos de forma separada cada una de las letras contenidas en el apartado 2.

VI.- LAS REGLAS EN MATERIA DE INEFICACIA DE LOS PACTOS PARASOCIALES

1. La letra a) enlazaba con el plazo general de comunicación

Que el plazo de comunicación sea tan amplio –tres años- podía encontrar su justificación en que, tratándose de pactos, que en ciertos supuestos, pudieran ser reservados y que la Ley ha querido, precisamente, dotar de transparencia, el legislador pretendió que los accionistas principales de las sociedades cotizadas pudieran tener tiempo suficiente para la supresión o la modificación de esos pactos, antes de que tuvieran que hacerse públicos.

Esta interpretación se pone de manifiesto si se observa que la letra a) del apartado 2 de la citada Disposición transitoria establecía la ineficacia del

²⁹ v. Disposición Transitoria Tercera, 2, a).

pacto si se producía el incumplimiento de la notificación en el plazo de tres años, es decir, igual sanción que la establecida en la letra b) de ese mismo apartado que hacía ineficaces los pactos que, aún habiendo sido notificados, contuvieran extremos contrarios a la ley. Con ello se permitía a las partes una reflexión y la consiguiente opción entre dar publicidad a pactos o dejarlos sin efecto. Esta última preferencia podía obedecer, en primer lugar, a razones de simple conveniencia, es decir, porque no interesaba la publicidad de los pactos. En segundo término, no publicar los pactos en ese plazo y dejar que derivaran ineficaces puede servir para eludir determinadas sanciones civiles o administrativas (p.e., por la falta de notificación del pacto en su momento). Al propio tiempo, el plazo de tres años permitiría adaptar situaciones de control a la nueva legislación. Creo que es probable que en numerosos casos se haya optado por utilizar ese plazo para convenir, sencillamente, la resolución de mutuo acuerdo de los pactos parasociales preexistentes.

Opción que creo que, presumiblemente, pudo tener su origen en dos circunstancias. La primera, la común intención de sus firmantes por eludir la publicidad del pacto. Intención que pudiera estar fundamentada, sencillamente, en el deseo de que no se conociera ese pacto por motivos comerciales o estratégicos, propios de los accionistas firmantes. La segunda circunstancia se pone de manifiesto con frecuencia en la vida corporativa y tiene que ver con el impacto que el transcurso del tiempo puede tener sobre los intereses de los firmantes del pacto parasocial. Los pactos de esta naturaleza persiguen establecer un concierto de sus firmantes que, a modo de contrapartida al poder corporativo que conllevan, reduce de manera severa, cuando no absoluta, la autonomía de cada uno de ellos en su actuación como accionista, en el seno de la sociedad y en el mercado respectivo. De ahí que no sea disparatado intuir que la obligación de comunicar un pacto parasocial dentro del generoso plazo legal, anime a reflexionar acerca de los pros y contras del pacto y lleve a negociar, en su caso, su mantenimiento o terminación.

Cuestión distinta es la que atiende a la ineficacia por las razones contenidas en las letras b) y c) de ese mismo apartado. Se trata de hipótesis de determinación más compleja, que vamos a analizar por separado pero que parten, como ya se indicó, de un presupuesto común: que en lugar de darse por terminado el pacto por sus firmantes como forma de eludir las consecuencias de su posible ilegalidad, el mismo se hubiere comunicado en el plazo transitorio. Cumplimiento de ese deber de comunicación que, sin embargo, no evitaría la ineficacia del pacto de producirse las respectivas circunstancias que cada una de esas letras contemplan.

2. La letra b) advertía que el hecho de haber cumplido los deberes de comunicación legalmente previstos no sanaba la ineficacia de aquellos pactos parasociales derivada de que fueren, en todo o en parte, “contrarios a la ley”

Los pactos parasociales, en principio válidos, se ven afectados por una ineficacia que en principio tiene un alcance circunscrito a los efectos del Derecho del mercado de valores (art. 112.1 LMV). Creemos que la Ley de Transparencia, partiendo de esos principios generales, ha querido disipar cualquier duda con respecto a los efectos de la comunicación, depósito y publicación de pactos parasociales: su realización en la forma y plazos previstos no hará que un pacto contrario a la ley devenga eficaz, en el supuesto de que sea contrario a alguna norma tanto del ámbito del mercado de valores como del Derecho privado. La autonomía negocial de los accionistas no puede llevar, por ejemplo, a pactos contrarios a las leyes o a los principios configuradores de cada tipo social (v. art. 10 LSA y 12.3 LSRL).

Se ha señalado que la letra b) no hace sino respetar el principio general de nulidad de todo acto contrario a normas imperativas y prohibitivas (art. 6.3 CC)³⁰, pero pienso que al respecto caben dos matizaciones. La primera es de oportunidad: dada la equiparación que se hace entre la comunicación y la eficacia de los pactos parasociales, el legislador ha querido aclarar que ello

³⁰ MAMBRILLA, RdS 1 (2004), p. 248.

no puede ignorar los límites básicos a los que está siempre sometida la libertad contractual (cfr. art. 1258 CC). La segunda observación tiene, en mi opinión, más alcance, y atiende a que la vulneración de la ley determina ya no la nulidad, sino la ineficacia del pacto.

La utilización por parte de la Ley de Transparencia del término ineficacia genera la confusión propia de la ambigüedad que entraña tal palabra aplicada a un contrato, pues no cabe olvidar que el pacto parasocial normalmente implica un contrato entre los accionistas de una sociedad con la finalidad del ejercicio del derecho de voto, de la limitación de la transmisibilidad de las acciones, etc. Precisamente por la variedad de supuestos que comprende el término ineficacia, el legislador consideró oportuno no hablar de nulidad del pacto parasocial. Esta declaración de nulidad referida a todo pacto parasocial contrario a la ley en el momento actual y con respecto a convenios de relativa o considerable antigüedad podría generar una enorme incertidumbre en cuanto a los precedentes actos de ejecución de ese pacto, incluidos los acuerdos sociales adoptados con el voto a favor de sus firmantes.

Por eso optó el legislador por la ineficacia de los pactos. Es una solución cuya coherencia se explica si tomamos en cuenta que el apartado 2 regulaba “*los pactos a los que se refiere el apartado 1 anterior*” y que éste señala que el ámbito objetivo de la Disposición transitoria tercera son los pactos “*a que se refiere el artículo 112.1*” de la LMV. De forma que la ineficacia es limitada: sólo alcanzará a los pactos que regulen el ejercicio del derecho de voto en cualquier órgano social y la libre transmisibilidad de las acciones [v. art. 112.1 LMV, en relación con la letra c) de la Disposición transitoria tercera]. Así, ciertos contratos entre accionistas que incluyan cláusulas ajenas al ámbito objetivo del art. 112.1 LMV (como serían, por ejemplo, las referidas a la actividad industrial, a la financiación de la sociedad por parte de los socios, al ámbito territorial de actuación, a participaciones en otras sociedades, etc.), se verán sólo parcialmente afectados por la ineficacia introducida por el régimen transitorio que examinamos.

Con ello, la ineficacia no puede convertirse en una vía expedita para la unilateral declaración de que el pacto ya no produce efectos. Frente a esa postura, los demás firmantes podrán ejercitar las acciones correspondientes para que se declare y confirme la eficacia del pacto o, eventualmente, el alcance de esa ineficacia. Por ello, en caso de discrepancia entre las partes, la determinación de la concurrencia y alcance de la ineficacia requerirá un pronunciamiento jurisdiccional o, en su caso, arbitral.

VII.- LA LETRA c) DEL APARTADO 2 DE LA DISPOSICIÓN TRANSITORIA TERCERA

La cuestión se presentaba con una mayor complejidad, si cabe, en el caso de que la contravención legal achacable a un pacto parasocial consistiera en la vulneración de la legislación en materia de OPAs. De ahí que de ese supuesto –que es el afectado por la letra c) del apartado 2 de la Disposición transitoria tercera-, nos ocupemos de forma separada.

Sin lugar a dudas, su simple lectura revela que el apartado 2, c) es el párrafo más deficiente y confuso de la Disposición transitoria que estamos analizando. En su virtud, la ineficacia de los pactos parasociales se veía ampliada con respecto a la que contemplan las letras a) y b) precedentes desde el punto de vista objetivo y se ve acotada desde un punto de vista temporal.

La ineficacia en este supuesto, siempre en el campo del Derecho del mercado de valores, se producía desde la fecha de entrada en vigor de la Ley 26/2003 y ya no afecta sólo a los pactos sobre *“la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales”* (según dicen los apartados 1 y 2 del art. 112 LMV), sino a *“la parte de los pactos parasociales incluida en este caso la regulación directa o indirecta del derecho de voto en cualquier órgano social”*. Es decir, la ineficacia afectaba también a los pactos parasociales que regularan por ejemplo, de forma directa o indirecta, el ejercicio del voto en la junta general, en el consejo de administración, en la

comisión ejecutiva o en cualquiera de las restantes comisiones del Consejo. La existencia de esta previsión especial partió, probablemente, de la presunción de que existían algunos pactos parasociales que permanecían ocultos para la CNMV y para el mercado y que implicaban una actuación concertada relevante a los efectos de la legislación en materia de OPAs.

Dicho esto, debemos continuar precisando que la ineficacia que contempla la letra c) pende de la circunstancia consistente en que las partes vinculadas por los pactos parasociales fuesen titulares *“directa o indirectamente y en el momento de la celebración, prórroga o modificación, de una participación que conjuntamente sea superior al 25 por ciento de los derechos de voto en la sociedad cotizada, sin que aquellas o alguna de ellas hubiere formulado en aquel momento una oferta pública de adquisición como la que, conforme a la normativa entonces vigente, hubiere debido formular quien pretendiere adquirir un porcentaje de capital social igual, al que, en conjunto, era titularidad de las parte vinculadas por el pacto”*.

Este párrafo, para su mejor comprensión, pensamos que se ha de dividir en dos proposiciones distintas y que se han de producir al mismo tiempo. Del cumplimiento de esos dos presupuestos dependía la ineficacia del pacto parasocial. Estos son los siguientes: (i) que en el momento de la celebración de los pactos parasociales –situado entre la entrada en vigor de la LMV y la correspondiente de la Ley de Transparencia- las partes fuesen titulares conjuntamente de, al menos, el 25 por ciento de los derechos de voto en la sociedad cotizada; y (ii) que las partes firmantes, o alguna de ellas, en el momento de la celebración del pacto, no hubiera formulado una OPA *“como la que, conforme a la normativa entonces vigente, hubiere debido formular quien pretendiere adquirir un porcentaje de capital social igual, al que, en conjunto, era titularidad de las partes vinculadas por el pacto”*.

Creo que es en el último inciso de la letra c) donde la dificultad interpretativa alcanza un grado máximo. La referencia al deber de formular una OPA y la

atribución de ese deber son las claves del problema que podemos afrontar desde dos puntos de vista opuestos.

Cabe entender, como primera solución, que la ineficacia se hacía depender de que tal deber legal de hacer una OPA fuera o no exigible a los firmantes del pacto parasocial. De manera que no formularon una OPA por no estar obligados a hacerlo. El uso del pronombre relativo *“quien”* no sería sino repetir la misma expresión que, en materia de OPAs, introdujo el artículo 60 LMV: *“Quien pretenda adquirir... no podrá hacerlo sin promover”* una OPA. Es decir, la adquisición y la formulación de la OPA serían ambas acciones atribuidas a un mismo sujeto. De este modo, determinar si la OPA debiera haberse formulado *“en aquel momento”*, también se refería, necesaria y exclusivamente, a los propios suscriptores del pacto parasocial. El corolario de ello sería que, si no existía entonces un deber de formular una OPA a cargo de aquellos como premisa de la validez y eficacia del pacto, la ineficacia que establecía la Disposición transitoria tercera, 2. c) no entraba en juego. Ésta se reservaría, tan sólo, para aquellos supuestos en los que la celebración del pacto parasocial implicó un incumplimiento de *“la normativa entonces vigente”* en materia de OPAs. Incumplimiento que parte de la regla contenida en el art. 2.3 del Real Decreto 1197/1991 y que, *“a efectos del cómputo de las participaciones”* corresponde el disfrute de derechos de voto por medio de un *“título de naturaleza contractual.”* Regla que, además, enlaza con otra no menos significativa y por cuya virtud formalizar un pacto parasocial se equipara a adquirir valores: el art. 2.1, párrafo 2º del Real Decreto 377/1991³¹, añadido por el art. 11.2 del Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre.

³¹ Que establece: *“Se asimilará a una adquisición de acciones la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de votos de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad. La ruptura o modificación de dichos acuerdos o convenios deberá ser también objeto de comunicación”*.

Frente a la anterior, se opuso una segunda solución que dice fundamentarse en el criterio literal³². De acuerdo con ella, han de contemplarse por separado la firma del pacto parasocial y la existencia del deber de formular una OPA. Para esta postura, que la OPA fuera o no un deber exigible a sus firmantes e inherente a la formalización o modificación del acuerdo deja de tener importancia. Lo determinante pasaba a ser si en aquel momento se hizo una OPA por alguno de los firmantes o por todos ellos, como la que hubiera debido formular un tercero al adquirir una participación idéntica a la que, en conjunto, detentaban los suscriptores del pacto parasocial. Si tal OPA no se produjo, el pacto suscrito estaría afectado por la ineficacia inmediata que contempla la letra c).

En mi opinión, había de acogerse la primera de las soluciones. La ineficacia contemplada en la letra c) era una reacción frente al supuesto de suscripción de un pacto parasocial cuya celebración, modificación o prórroga hubiere implicado la elusión de la normativa sobre OPAs vigente en ese momento. Paso a explicar esa posición.

VIII.- LA INEFICACIA COMO REACCIÓN FRENTE AL INCUMPLIMIENTO DE LA DISCIPLINA DE LAS OPAS

La reiteración de la expresión “*en conjunto*”, expresa claramente la idea tendente a dejar sin efecto pactos parasociales que, por ser en su día supuestos de actuación concertada que obligaban a promover una OPA, se ocultaron a la CNMV y al mercado y así han permanecido hasta el momento actual. Lo que revela, a su vez, que el fundamento de esa norma era impedir que la publicidad de los pactos parasociales derivada del cumplimiento de la Ley de Transparencia y su Disposición transitoria tercera, pudiera ser esgrimida para legalizar la posición de quienes obtuvieron una participación

³² V. RECALDE CASTELLS, A./DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., La Ley 5929 (9 de enero de 2004), p. 9.

significativa en una sociedad cotizada sin formular una OPA, cuando conforme a la legislación vigente estaban obligados a hacerlo³³.

En definitiva, la ineficacia prevista en la letra c) se correspondía con la intención del legislador de rechazar la impunidad de pactos parasociales oportunamente notificados tras la entrada en vigor de la Ley de Transparencia, pero con un contenido manifiestamente irregular por haber burlado, en su momento, el régimen de las OPAs. Para entender ese planteamiento, conviene advertir que el tiempo transcurrido entre la celebración del pacto y su comunicación al amparo de la Ley de Transparencia pudiera haber hecho prescribir la eventual responsabilidad administrativa (v. arts. 98.1 y 99, r) LMV, en relación con el art. 7 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito). No existiría ya, en tal caso, la posibilidad de sancionar tan grave infracción en el orden administrativo. Mas en el orden civil y por aplicación de la Disposición transitoria tercera, ese acto de comunicación abría la posibilidad de reputar ineficaz el pacto, si bien nos descubría, de nuevo, que el recurso a la ineficacia suponía una opción legislativa que trataba de excluir, por ejemplo, la sanción de la nulidad del pacto parasocial afectado. La razón para ello la encontramos en la específica disciplina que, en materia de OPAs, contempla las consecuencias de la no observancia *“en aquel momento”* (el de la celebración, prórroga o modificación del pacto parasocial) del deber de formular una OPA y que, como hemos de ver inmediatamente, excluyó la idea de la nulidad por la infracción de su normativa.

³³ La referencia a la *“normativa vigente”* apunta a un hecho que conviene tener presente y que es la repetida revisión del régimen de las OPAs desde la entrada en vigor de la LMV. De tal manera que nos encontramos con que el 29 de julio de 1989 estaba en vigor el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, que fue derogado por el vigente Real Decreto 1197/1991, cuya entrada en vigor se produjo el 22 de agosto de 1991 (v. su Disposición final, en relación con el art. 2.1 CC). Pero durante la vigencia de este último Real Decreto, la normativa sobre OPAs que contiene, ha registrado, hasta el momento actual, cuatro modificaciones sucesivas y de variado alcance. Estas modificaciones se han hecho: (i) por el Real Decreto 437/1994, de 11 de marzo; (ii) por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre; (iii) por el Real Decreto 1676/1999, de 29 de octubre; y (iv) por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril.

Frente a quien hubiese adquirido una participación social sin “*promover una OPA en los términos previstos en el presente Real Decreto*” (art. 1 R.D. 1197/1981), el ordenamiento responde de varias formas. La primera y ya apuntada, es la imposición de una sanción [v. art. 99, r), en relación con el art. 102 LMV]. La segunda, de naturaleza singular, orientada por el conjunto de medidas que enuncia el art. 40 R.D. 1197/1991 y que, en síntesis, consisten en la suspensión de derechos políticos derivados de las acciones irregularmente adquiridas y en la nulidad de los acuerdos adoptados con el apoyo de los derechos afectados por dicha suspensión. De esa forma se evitaron los efectos de la declaración de nulidad ex art. 6.3 CC, que en este caso resultarían especialmente perturbadores, como acertadamente se ha explicado: “*Lo primero que cabe destacar en relación con estos preceptos es que la Ley no ha querido declarar nulas las adquisiciones de participaciones significativas sin promover una OPA, solución que parece acertada, toda vez que los problemas que se resolverían con la declaración de nulidad de la adquisición (se evitaría que el adquirente irregular obtuviera la condición de socio y el <<control social>>) no compensarían los que se originarían con tal medida, que perturbaría gravemente la seguridad del tráfico y podrían perjudicar a vendedores de buena fe que ignorasen que el adquirente de sus valores estaba pretendiendo eludir su obligación de presentar una OPA*”³⁴.

El problema que nos ocupa es el de cómo tratar el pacto parasocial que, saliendo a la luz por razón de la Ley de Transparencia, supuso en su día la elusión del deber de promover una OPA puesto que, aunque ninguno de los firmantes adquirió una participación significativa a los efectos del R.D. 1197/1991, su firma sí implicaba la “*adquisición concertada*” del control sobre la sociedad. Esa y no otra, era la razón del razonamiento hipotético que cierra la letra c), al referirse a la OPA “*como la que, conforme a la normativa entonces vigente, hubiera debido formular quien pretendiese adquirir un porcentaje del capital social igual al que, en conjunto, era titularidad de las partes vinculadas por el pacto*”.

³⁴ DEL CAÑO PALOP, J.R., “Artículo 40”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS). Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991*, (dir. SÁNCHEZ CALERO, F.), vol. II, Madrid (1993), p. 735.

Pero, por las mismas razones que hemos venido exponiendo, no resultarían ineficaces aquellos acuerdos o pactos parasociales cuya celebración no obligaba, conforme a la normativa entonces vigente, a formular una OPA. Entonces eran acuerdos válidos y, además, lícitos, y esa misma consideración siguen mereciendo.

IX.- LA INTERPRETACIÓN SUPUESTAMENTE "LITERAL" DE LA LETRA c) DEL APARTADO 2 DE LA DISPOSICIÓN TRANSITORIA TERCERA

Es conocido que el art. 3.1 CC enuncia como primer criterio interpretativo de una norma el que se fija en *"el sentido propio de sus palabras, en relación con el contexto"*. Así como no plantea problemas cuál sea el sentido que deba darse a los muchos conceptos insertos en la letra c), lo cierto es que una interpretación sintáctica de tal disposición, entendida como la búsqueda de un sentido conjunto a la entera proposición, resultó desde el primer momento francamente difícil. Estamos ante una disposición que se desglosa a través de veinte líneas del Boletín Oficial del Estado, de manera que una disección sintáctica y una construcción lógica no resultan sencillas. Antes al contrario, la repetida lectura de la Disposición en cuestión derivaba en severas dudas sobre su sentido e, incluso, permitía rescatar la relación que existe entre el principio constitucional de seguridad jurídica y la claridad normativa³⁵.

No faltaron intentos por explicar desde lo que se ha enunciado como su literalidad el sentido de la letra c). Así, apegándose en especial a la mención que se hace a la ausencia de formulación de una OPA como la que venía exigida por la Ley para quién pretendiese adquirir una participación igual a la que conjuntamente ostentaban los firmantes del pacto, se sostuvo que lo

³⁵ Vinculación proclamada STC 46/1990, de 15 de marzo: *"La exigencia del art. 9.3 CE relativa al principio de seguridad jurídica implica que el legislador debe perseguir la claridad y no la confusión normativa, debe procurar que, acerca de la materia sobre la que legisle, sepan los operadores jurídicos y los ciudadanos a qué atenerse, y debe huir de provocar situaciones objetivamente confusas"*.

que se pretendía era declarar la ineficacia de todo acuerdo si, en el momento de su celebración, no se presentó una OPA por sus firmantes. Interpretación literal que, quién la formuló no ha dejado de criticar por “*su profunda contrariedad con las bases liberales de nuestro sistema económico-constitucional*”³⁶.

De acuerdo con esa posición, la lectura de la letra c) del apartado 2 de la Disposición transitoria tercera, podría llevarnos a la conclusión de que, desde la entrada en vigor de la Ley de Transparencia, se produjeron de forma absoluta e inmediata los efectos de la ineficacia de los pactos parasociales a los que se refiere. Se atiende a la introducción del apartado, que dice que serán ineficaces “*desde la entrada en vigor de esta ley*”. Esta ineficacia resultaría del supuesto hipotético que contiene esa norma y según el cual si un tercero pretendiese adquirir una participación superior al 25% de los derechos de voto e igual a aquella de la que eran titulares los firmantes del pacto estaría obligado a formular una OPA. En definitiva, lo determinante no sería si las partes firmantes cumplieron o no en su día la legislación entonces en vigor en materia de OPAs, sino si los pactos parasociales suscritos desde la entrada en vigor de la LMV y con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley de Transparencia vinculaban a sujetos titulares de participaciones superiores al 25% del capital social. Estaríamos entonces ante un supuesto basado, exclusivamente, en el porcentaje de los derechos de voto afectados por el pacto parasocial.

No considero correcta esa interpretación, ni que la entrada en vigor de la Ley de Transparencia supusiera la ineficacia de todo pacto parasocial que vinculaba a accionistas titulares, en conjunto, de más del 25% de los derechos de voto de una sociedad cotizada, salvo que éstos hubieran promovido una OPA que, cuando celebraron el pacto, no venía legalmente exigida. Esa interpretación conduce a un resultado absurdo y hace difícil entender cuál sería la finalidad de la norma examinada.

³⁶ V. RECALDE CASTELLS, A./DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., La Ley, 5929 (9 de enero de 2004), p. 9.

En relación con la finalidad normativa, al sostener dicha interpretación que se presenta como literal se ha dicho que: *“La ratio de la norma es hacer opables sociedades que, de ipso, y precisamente por aquél tipo de pactos parasociales no lo eran, y que, por tal motivo, veían considerablemente reducida la liquidez de sus acciones. Todo ello, con el supuesto fin de devolver estas entidades a la Bolsa y, de este modo, generar un mayor tráfico sobre sus valores que fomente la liquidez en beneficio de todos los inversores bursátiles y, con ello, de la eficiencia del mercado”*³⁷.

X.- LA "APTITUD DE MERCADO" MEDIANTE LA INEFICACIA DE LOS PACTOS PARASOCIALES

De esta forma, la *marketability* o *"aptitud de mercado"* de las sociedades cotizadas³⁸ se convierte en el argumento compartido por los defensores de la inmediata ineficacia de aquellos pactos parasociales referidos a un porcentaje igual o superior al 25% de los derechos de voto. El legislador habría convertido esa ineficacia en una herramienta decisiva para facilitar la liquidez de las acciones de esas sociedades, mediante el simple trámite de privar de eficacia a pactos que, por su alcance objetivo, se entendía que limitaban esa circunstancia.

He de hacer justicia a quienes al formular tal opinión, advirtieron que, al propio tiempo, les parecía una solución discutible desde una perspectiva

³⁷ RECALDE CASTELLS/DE DIOS, La Ley, 5929 (9 de enero de 2004), p. 5; en igual sentido, ILLESCAS, Derecho de los Negocios 165 (2004), p. 10: *“Se trata, así pues, la adoptada en este caso, de una fórmula más favorable a la aptitud de mercado de las compañías que la tímida de la transparencia: la fórmula más favorable de entre las disponibles ciertamente. El legislador, con su decisión, ha querido evitar que pactos parasociales de gran envergadura y muy restrictivos de la aptitud de mercado sigan gozando de validez general en un nuevo contexto de esfuerzo legislativo caracterizable por la predominancia del mercado y la protección a ultranza del inversor –indirectamente mediante su información y directamente mediante la eliminación de las barreras legales y contractuales a dicha predominancia y protección”*.

³⁸ Adaptando la traducción propuesta por ILLESCAS, Derecho de los Negocios 165 (2004), p. 6.

política, jurídica y dudosa en cuanto a su eficacia³⁹. Pero dicho esto, he de manifestar mi discrepancia con tal posición pues entiendo que no existen elementos interpretativos que permitan sostener que la finalidad de la norma fuera la expuesta. Como ya he razonado⁴⁰, creo que el sentido propio de las palabras de la Disposición transitoria tercera no permite sostener una intención legislativa de automática ineficacia de pactos parasociales que afecten al más del 25% de los derechos de voto. Además, no creo que pueda decirse que la persecución de una mayor *marketability* de las sociedades cotizadas sea una pretensión “*menos explícita*” en la Ley de Transparencia que el aseguramiento de la publicidad o transparencia de los pactos parasociales⁴¹. Sencillamente por cuanto no advierto ningún elemento que permita siquiera calificar esa pretensión como implícita.

Desde un punto de vista estrictamente teleológico, es determinante la justificación dada a la introducción de la Disposición transitoria tercera por el Grupo Parlamentario Popular, que se refirió a ella exclusivamente como un instrumento adicional de publicidad. Con su introducción se trataba de informar al mercado acerca de la existencia de pactos suscritos en el pasado, entendiendo por tales todos los celebrados, prorrogados o modificados antes del 19 de julio de 2003. Objetivo legislativo elogiable, pues equiparaba todos los pactos parasociales a un mismo régimen de publicidad, con independencia de la fecha de su celebración, prórroga o modificación.

La presunta intención del legislador a favor de la ineficacia de pactos parasociales que afecten a más del 25% de los derechos de voto obligaría a un planteamiento de política económica y jurídica que, desde luego, no se atisba en la Ley de Transparencia y que, por el contrario, tiene poderosos y notorios argumentos que permiten dudar de aquella intención. Una cuestión

³⁹ RECALDE CASTELLS/DE DIOS, La Ley, 5929 (9 de enero de 2004), p. 5; menos reparos parecen tener ILLESCAS, Derecho de los Negocios 165 (2004), p. 12 y LEÓN SANZ, F.J., “La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas”, p. 1188.

⁴⁰ V. *supra*, VIII.

⁴¹ Opinión contraria a la de ILLESCAS, Derecho de los Negocios 165 (2004), p. 6.

es la reivindicación de un genuino mercado de control societario y otra las medidas que se orientan para darle efectividad. No resulta razonable pretender que, mediante una disposición transitoria difícilmente comprensible por su oscuridad, nuestro legislador pretendiera cambiar radicalmente la fisonomía tradicional de nuestras sociedades cotizadas, anulando, con efectos retroactivos, las “*reglas del juego*” jurídicamente válidas hasta entonces, para así hacer “opables” todas las sociedades cotizadas, máxime cuando la doctrina se ha encargado de llamar la atención sobre las contraindicaciones del sistema de OPAs obligatorias en general⁴² y de destacar los efectos perversos que produce el sistema de OPA imperativa en un mercado de sociedades con capitales concentrados⁴³. Un repaso histórico a la práctica de las OPAs en nuestros mercados permite comprobar lo certero de tales opiniones⁴⁴. Si ya la estructura de propiedad de nuestras sociedades bursátiles no contribuye a facilitar su “*aptitud de mercado*”, la reglamentación aplicable a tales ofertas participa de tal “*eficacia*” a la hora de alejar cada vez más la pretensión de que nuestros mercados de valores funcionen como genuinos mercados de control⁴⁵. Por ello, no deja de ser sorprendente que se quiera revestir a la Disposición transitoria tercera de una finalidad (la de hacer las sociedades cotizadas más opables o más aptas para el mercado), que ya no se advierte en la propia Ley de Transparencia, sino en la específica regulación de las OPAs.

⁴² V. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española” en, AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Bilbao (1992), p.7; desde una perspectiva económica, v. ARRUÑADA, B., “Crítica a la regulación de OPAs”, RDM 203-204 (1992), pp. 66-67.

⁴³ V. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “OPA y mercado de control”, en AA.VV., *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Madrid (1999), p. 167.

⁴⁴ V., FERNÁNDEZ ARMESTO, J., “Las OPAs y el mercado de control empresarial”, RDM 227 (1998), pp. 49-50.

⁴⁵ Comparto la afirmación de ESTEVAN DE QUESADA, C., *Tomas de control y medidas defensivas. La compra de acciones propias como defensa*, Cizur Menor (2002), p. 84: “*el mercado de control societario es una hipótesis de corte claramente económico cuya verificación empírica es ciertamente dudosa*”.

En nuestro mercado de valores son distintas las iniciativas legislativas que revelan, precisamente, una contumaz decisión orientada a impedir la “*opabilidad*” de determinadas sociedades. Baste con traer aquí a colación la cuestión de la conocida “acción de oro”, que puesta en tela de juicio por la STJCE de 13 de mayo de 2003, fue actualizada por medio de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre pasado⁴⁶ y sólo suprimida a partir del cambio de política legislativa derivado del cambio gubernamental.

No menos reveladora de esa orientación es la permanencia en nuestra legislación societaria –profusamente modificada en los últimos años en otros muchos aspectos–, de aquellas medidas que la terminología económica y jurídica suelen describir como anti-OPA⁴⁷ (las más notorias y clásicas: la limitación del derecho de voto⁴⁸, las condiciones exigidas para acceder al Consejo de Administración, etc.). Son medidas que, por otro lado, no admiten fácilmente una revisión, singularmente por la variedad de los intereses afectados. En la discusión de muchas de esas medidas, incluidas las denominadas “*barreras contractuales*”, lo que repugna es la obstaculización de la formulación o de la aceptación de una OPA por medio de actos claramente alejados de los intereses de los accionistas y cuya única explicación radica en la defensa de los intereses correspondientes de los

⁴⁶ Al respecto, v. Fundación de Estudios Financieros, “Buen gobierno, transparencia y ética en el sector público”, Papeles de la Fundación nº 4 (2004), pp. 35-36.

⁴⁷ Entre los economistas, v. CUERVO GARCÍA, A. “El mercado de control de empresas. El blindaje de los directivos y del núcleo duro”, en AA.VV., *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Madrid (1999), p. 181 y ss. donde examina las principales medidas de blindaje societario en España (limitar el derecho de voto, modificar el quórum de asistencia y voto en las juntas, exigir mayorías cualificadas y exigir condiciones para ser consejero) que presentan el común denominador de su necesario reflejo en estatutos; desde un punto de vista jurídico, v., EMBID IRUJO, J.M., “Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-OPA”, RDBB 39 (1990), p. 535.

⁴⁸ Indica GARCÍA DE ENTERRÍA, J. que la limitación estatutaria del número máximo de votos de un accionista es “*la más difundida y socorrida medida anti-OPA*”; v. *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Madrid (2002), p. 21 y ss.

administradores⁴⁹. Los pactos parasociales tienen efectos más amplios y, al admitir su validez, el legislador considera que priman sus aspectos positivos, en especial, su validez como instrumento de estabilidad, cuya esencial condición ha de ser la transparencia. Esta es la innegable intención del régimen que configura el art. 112 LMV y la disposición examinada, que ha de primar incluso en el supuesto (que creo que no se da en este caso) de contradicción entre literalidad de la norma y la intención que la inspiró⁵⁰.

Por no olvidar que no ha habido una sola actuación legislativa encaminada a facilitar la interpretación expuesta. Ocasiones no han faltado, por ejemplo al hilo de la aprobación de las Órdenes sobre el informe anual de gobierno corporativo⁵¹.

Una iniciativa legislativa que tuviera tal finalidad de abolición de pactos parasociales relevantes no podría ignorar que estaría provocando un auténtico seísmo en las relaciones de control existentes en las más

⁴⁹ Un buen ejemplo lo ofrece la enunciación contenida en el "Informe del Grupo de Expertos de Alto Nivel de Derecho de Sociedades de la Comisión Europea", Bruselas 10 de enero de 2002, RDBB 89 (2003), p. 307: *"Existe una gran variedad de pactos en los contratos en los que una sociedad es partes que pueden causar que el contrato surta efectos, se altere o se extinga como consecuencia de un cambio de control en la sociedad. Entre los ejemplos, se encuentran los "paracaídas de oro" para los administradores, la concesión a los administradores de pagos sustanciales en el caso de que tengan que dejar sus puestos como consecuencia de una OPA, cláusulas de cambio de control que constituyan incumplimientos en contratos de préstamo, y cláusulas de cambio de control que resulten en la liquidación o cambio de control de una sociedad conjunta"*.

⁵⁰ PÉREZ ÁLVAREZ, M.A., *Interpretación y jurisprudencia*, p. 29.

⁵¹ V. Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre y Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, en cuyo Preámbulo se indica: *"La anterior previsión se extiende a aquellos pactos parasociales que se hubieren celebrado con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 26/2003, los que deberán ser objeto de publicación, comunicación y depósito en el plazo de tres años, salvo en el supuesto en que se produzca una OPA con carácter inmediato, estableciéndose, además, en garantía del inversor, por expresa previsión de la Ley, que los pactos parasociales serán en todo caso ineficaces en los supuestos que establece en los números 2 y 3 de la disposición transitoria tercera de la repetida Ley 26/2003"*. Se ha defendido que con esa introducción se estaría acogiendo el criterio que equipara la inmediata ineficacia de los pactos parasociales con la defensa del inversor: v. ILLESCAS, Derecho de los Negocios 165 (2004), p. 11. No creo, sin embargo, que esa equiparación deba ser acogida. Se trata de una afirmación mucho más amplia y retórica (cfr. art. 13 LMV) y que, en todo caso, sirve para justificar la interpretación que hemos venido sosteniendo: que no se vean favorecidos por la publicación pactos que supusieron, en su día y conforme a la legislación aplicable, la elusión de formular una OPA.

importantes empresas españolas, con la consiguiente inestabilidad para su actividad y funcionamiento. Razón ésta que dudamos que fuera a ser asumida por el Gobierno y la mayoría parlamentaria impulsores de la reforma, quienes desde luego nunca la manifestaron. Incluso, la ineficacia que se defiende podría provocar un resultado radicalmente antagónico con la finalidad que se atribuye a la norma. Si por devenir ineficaz un pacto parasocial, el mantenimiento de la situación de control obligara a formular una OPA, nos encontraremos con que, a la postre, la letra c) habría contribuido a una singular concentración de su capital.

Surge además una reflexión adicional y elemental: si la intención del legislador hubiere sido la de hacer inmediatamente ineficaces todos los pactos parasociales que vincularan a más del 25% de los derechos de voto, ello podría hacerse con una declaración sencilla y no a través de una norma tan confusa desde el punto de vista lógico y sintáctico y, desde luego, porque tal intención no podía haber pasado desapercibida al defender la enmienda que dio lugar a la disposición que nos ocupa.

XI.- INEFICACIA DE LOS PACTOS PARASOCIALES Y SEGURIDAD JURÍDICA

La posición a favor de una ineficacia automática de los pactos parasociales que esgrime la literalidad de la norma y se dice fundada en el objetivo de una mejor aptitud de mercado de las sociedades cotizadas creo que, además de por las razones anteriormente expuestas, debe ser rechazada a partir de una elemental vigencia del principio de seguridad jurídica. La interpretación de la Disposición transitoria tercera no puede sustraerse a la exigencia de su interpretación desde y conforme con la Constitución (art. 5.1 LOPJ). La interpretación que denomino “literal” entraba en una evidente colisión con numerosos principios constitucionales. Estaríamos ante una situación generadora de inseguridad jurídica por varias razones.

a) La primera, nos lleva a señalar que con esa solución, los derechos de las partes surgidos de convenios plenamente válidos y respetuosos con la

legislación societaria y del mercado de valores se veían negativamente afectados por una norma posterior⁵². Con ello se estaría abriendo la puerta a una retroactividad de grado máximo de la disposición examinada, llevando su aplicación a pactos anteriores a su promulgación y alcanzando a los efectos ya producidos por los mismos⁵³. Opción que parecía cuestionable por negar toda eficacia a hechos plenamente válidos y lícitos y por vulnerar la regla básica en materia de transición de disposiciones sobre validez y eficacia de actos jurídicos: *tempus regit factum*. Pactos válidos en el momento de su celebración no debían verse afectados por un cambio legislativo⁵⁴. La irretroactividad prohibida por el art. 9.3 de la Constitución española es, precisamente, la que al amparo de una nueva Ley pretende incidir en los efectos jurídicos ya producidos a partir de situaciones anteriores⁵⁵. Los firmantes de los pactos son, a todos los efectos, inversores legitimados como cualquier otro a la hora de reclamar la defensa y garantía de sus derechos, con todo fundamento cuando estos se basen en la celebración lícita y transparente de pactos parasociales anteriores a la Ley de Transparencia.

De ahí que no comparta la tesis según la cual las dudas en cuanto a la constitucionalidad de una ineficacia automática y retroactiva de los pactos parasociales contemplados en la repetida letra c) debieran superarse afirmando la primacía de la eficiencia de los mercados de valores y la

⁵² Recordemos la observación de DE CASTRO, *Derecho Civil de España*, Madrid (1984), p. 645: la irretroactividad “es regla de buena política, máxima de prudencia y exigencia de la equidad” siendo lo equitativo “no condenar, por ilegales, derechos adquiridos bajo el amparo y confianza de disposiciones que los defendían como legales”.

⁵³ Ante esa retroactividad de grado máximo, fuerte o absoluta, parece que el criterio a adoptar es el que cuestiona su efectividad: v. COCA PAYERAS, *Comentarios al Código Civil*, p. 514 y la jurisprudencia allí recogida.

⁵⁴ v. DIEZ-PICAZO, L./GULLÓN, A., *Sistema de Derecho Civil*, vol. II, p. 124; la expresión normativa más clara de esa orientación la encontramos en la Disposición transitoria primera del Código Civil, que enlaza directamente con el principio de irretroactividad y cuya invocación en este caso resulta pertinente si atendemos a su “valor de generalidad”: v. HERNÁNDEZ-GIL ÁLVAREZ CIENFUEGOS, A., *Comentario del Código Civil*, t. II, Madrid (1991), p. 2190 y COCA PAYERAS, M., *Comentarios al Código Civil*, p. 494. C

⁵⁵ v. STC 65/1987, de 21 de mayo.

protección del inversor como principios que legitimaban una limitación del derecho de propiedad de los firmantes de esos pactos⁵⁶. Discrepancia que, como he razonado anteriormente, parte de la premisa que vincula aquella eficacia con la consecución de un impreciso y tácito propósito legislativo descrito como la "*aptitud de mercado*" y disenso que continúa si nos fijamos en los intereses que se dicen en conflicto. La eficiencia de los mercados es, también, otro concepto económico de difícil traducción jurídica.

Con respecto al mismo, no parece cuestionable, en todo caso, que anudem la eficiencia con el principio de la correcta formación de los precios (v. art. 13 LMV). Pocas medidas pueden resultar más eficaces que las que persiguen la transparencia, por ejemplo, en materia de pactos parasociales. Se trata de poner en conocimiento del mercado la existencia de acuerdos entre accionistas de una determinada sociedad, como un hecho relevante más que los inversores pueden valorar a la hora de establecer un criterio fundado sobre la inversión que se les propone.

Por otro lado, invocar la defensa de los inversores como argumento a favor de la ineficacia de actos válidos y conocidos por el mercado, suscritos con pleno respeto de la legalidad vigente, conduce directamente a lo contrario de lo que se proclama ¿Acaso los accionistas firmantes de esos pactos no merecían la tutela que menciona también el art. 13 LM? Lo que se proponía era que, sobre la hipotética voluntad de proteger a posibles accionistas futuros, se arrasaran (hablar de limitar es un eufemismo) todos los derechos que a accionistas actuales otorgaban contratos plenamente válidos y eficaces? Es obvio que esos accionistas son también inversores y que la ineficacia que se pretende, se llevaría por delante sus derechos subjetivos pero, también, que pondría en cuestión intereses legales vinculados con el normal funcionamiento de los mercados de valores y no menos evidentes. No resulta fácil entender que se aceptara una solución absolutamente

⁵⁶ V. ILLESCAS, Derecho de los Negocios 165 (2004), p. 12.

destructora de esos pactos, a partir de la difusa invocación de teóricas condiciones de funcionamiento ideal del mercado. Por el contrario, lo que aparece como consecuencia inmediata de la “*ineficacia automática*” era el favorecimiento de posiciones particulares: las de quienes no deseaban seguir vinculados por pactos que firmaron en el pasado pero que ya no les convenían en el presente (cfr. art. 1258 CC).

b) En segundo término, tampoco parece admisible que a partir de la simple invocación de un impreciso incumplimiento normativo, uno de sus firmantes se liberara del pacto parasocial declarándolo resuelto. Declaración cuya procedencia, en el caso de ser impugnada y según doctrina jurisprudencial reiterada, quedaría a reserva de que sean los Tribunales quienes la examinen y sancionen⁵⁷.

c) Finalmente, en tercer lugar, resultaría no menos absurdo supeditar la pervivencia y eficacia de un pacto parasocial a la realización de una conducta (el lanzamiento de una OPA) que legalmente no era exigible cuando el pacto se firmó, modificó o prorrogó. Exigencia que resulta aún más incoherente si se refiere a pactos que desde su firma fueron conocidos, sin que ni la CNMV, ni ningún otro interesado planteara la exigencia de esa conducta, precisamente por su falta de cobertura legal.

d) A las anteriores consideraciones se suma la evidencia de que la interpretación expuesta habría supuesto, precisamente, una discriminación entre pactos parasociales. En primer lugar, resultarían ineficaces sólo aquellos que vincularan a titulares conjuntos de más del 25% de los derechos de voto. En segundo lugar, porque resulta difícil de entender qué razón podía haber para que quedaran fuera del alcance de esa ineficacia aquellos pactos parasociales que afectaran a la condición “*inopable*” de una sociedad, sólo por haberse suscrito antes de la salida a Bolsa o antes de la entrada en

⁵⁷ V. SSTs de 17 de febrero de 1996 (RJ 1996\1408) y de 8 de mayo de 2002 (RJ 2002\4047), con cita de otras muchas.

vigor de la LMV. Es obvio que la "*aptitud de mercado*" se ve igualmente afectada por un pacto parasocial suscrito en 1987 o por otro celebrado en 1989.

e) No menor consideración merece el impacto que la pretensión de ineficacia automática de pactos parasociales que vinculen participaciones superiores al 25% de los derechos de voto, comportaría para la previa actuación administrativa de la CNMV en determinados casos. Tal sería el caso allí donde la validez de los pactos parasociales había sido una justificada presunción para sus firmantes y para las sociedades afectadas, en especial cuando los pactos fueron oportunamente notificados a la CNMV. Presunción de validez cuya destrucción no encuentra un solo fundamento en la letra o en el espíritu de la Ley de Transparencia. En igual sentido la validez y eficacia de los pactos parasociales se veía especialmente favorecida por el principio de confianza legítima en la actuación administrativa, en aquellos supuestos en los que la inexigibilidad de una OPA fue expresamente declarada por la CNMV al ser consultada al efecto.

XII.-PACTOS PARASOCIALES Y RÉGIMEN LEGAL EN MATERIA DE OPAS

Una última consideración merece la posición de quienes ubicaban la letra c) del apartado 2 de la Disposición transitoria tercera en una voluntad de promover o facilitar la formulación de OPAs por medio de la supresión de "*barreras contractuales*", en línea con un espíritu legislativo favorable a "*eliminar cualquier blindaje anti- OPA*"⁵⁸. Al margen de que, como de inmediato expondré, no creo que exista la posición legislativa que presume esa afirmación, subyace en ella una confusión entre dos grupos de normas que aun estando relacionadas, responden a finalidades de política legislativa claramente diferenciadas. Una cosa son las normas de transparencia, que persiguen dar efectividad al principio conforme al cual la información se convierte en un recurso legislativo especialmente útil en el ámbito del

⁵⁸ V. MAMBRILLA, RdS, 1 (2004), p. 248.

Derecho de las sociedades cotizadas, y otra, las normas sobre OPAs, que pretenden un tratamiento igualitario de todos los accionistas de una sociedad cotizada cuando se genera una prima de control provocada por la adquisición de una participación significativa en su capital.

La Ley de Transparencia se refiere en su Exposición de Motivos al Informe Winter y sigue las recomendaciones que en éste se contienen en cuanto a la *“disclosure of information as a regulatory tool”*, cuya efectividad ha de proyectarse, entre otros muchos elementos, sobre las estructuras de capital y control de las sociedades cotizadas⁵⁹. Esto explica la opción a favor de un especial deber de publicidad de los pactos parasociales como requisito de eficacia de los mismos. No creo que la referencia al Informe Winter pueda llevarse más allá, ni que debamos confundir esa cita con otros trabajos del mismo Grupo de Expertos.

La consideración de determinadas investigaciones del significado que para la formulación de OPAs puedan tener distintos tipos de barreras contractuales, tampoco tiene relevancia a la hora de interpretar la citada norma transitoria. En el régimen normativo de las OPAs no se encuentra fundamento alguno para justificar la ineficacia general de los pactos parasociales suscritos después de la entrada en vigor de la LMV. No me parece fundado sostener que una norma transitoria en la Ley de Transparencia respondía a una voluntad tácita de revisión radical de nuestro sistema en materia de OPAs.

Se ha dicho que estamos ante una norma [siempre con respecto a la letra c) del apartado 2 de la Disposición transitoria tercera de la Ley 26/2003], que no se refiere al supuesto de hecho general (la transparencia de los pactos parasociales), sino que *“pertenece al perímetro normativo de la legislación sobre ofertas públicas de adquisición de acciones”*⁶⁰. Frente a esa afirmación,

⁵⁹ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruselas, 4 de noviembre de 2004, pp. 33-34.

⁶⁰ V. MATEU DE ROS, R., *La Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Cizur Menor (2004), p. 93.

el estudio del régimen de las OPAs conduce a discrepar con fundamento. No sólo porque la legislación de las OPAs no revela esa posición hostil hacia la validez de los pactos parasociales, sino porque adopta una posición manifiestamente contraria a la que con frecuencia se le atribuye.

Ni el régimen español, ni el comunitario en materia de OPAs ampara la afirmación según la cual la posición legislativa estaría caracterizada por una firme (pero siempre implícita) vocación por hacer “*opables*” a las sociedades cotizadas. Es éste un presupuesto de partida cuestionable, en la medida en que no aparece mencionado en ninguna disposición y, sobre todo, cuando lo que la evolución normativa demuestra es, precisamente, una decidida y expresa voluntad por impedir una generalizada derogación de la heterogénea categoría que conocemos como medidas anti-OPA.

Esto ha resultado especialmente evidente a partir de la aprobación de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición⁶¹, de la que no hay duda a la hora de afirmar que, lejos de cumplir el objetivo inicial ambicioso de establecer un régimen europeo homogéneo en esa materia⁶², ha dado pie a un “*acuerdo de mínimos*”⁶³ en el que los Estados conservan amplias facultades, entre las que destaca la de optar por la plena vigencia de medidas estatutarias o contractuales de evidente finalidad obstativa de una eventual OPA⁶⁴.

La finalidad de hacer “*opables*” a todas las sociedades cotizadas que se atribuye al régimen comunitario de las OPAs, máxime cuando se pretendía

⁶¹ V. DOUE L, 142, de 30 de abril de 2004, p. 2.

⁶² V, DOUE C 45 E, de 25 de febrero de 2003, pp. 4, 9-10 y 26-27.

⁶³ V. DE CARLOS, L., “Directiva de OPAS”, en AA.VV., *Estudios sobre la reforma de los mercados financieros europeos* (dirs. Olcese/Martín), t. II, Madrid (2004), pp. 231-232.

⁶⁴ Me remito a las consideraciones que hice en mi trabajo “La armonización disgregante: la Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas”, sobre los intereses nacionales (¿nacionalismo económico?) en relación con el control corporativo, p. 14 y ss., y sobre el principio de reciprocidad, p. 49 y ss. Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil nº 2006/3 (www.ucm.es/BUCM/der/10437.php).

utilizar como presupuesto para predicar la ineficacia sobrevenida de pactos parasociales válidamente celebrados en su momento, chocaba directamente con la propia Directiva sobre OPAs que, si bien es cierto que alude a la libre negociación de los valores de las sociedades cotizadas, también lo es que admite las estructuras y mecanismos de defensa a condición de que sean transparentes⁶⁵.

La argumentación favorable a la ineficacia sobrevenida de los pactos parasociales adoptó como punto de partida una pretendida opción comunitaria radical en contra de dichos pactos en cuanto implicaran restricciones a la transferencia de valores y el derecho de voto en sociedades cotizadas. Frente a ello, la aprobación final de la repetida Directiva 2004/25/CE muestra cómo la remoción de aquellas barreras contractuales, entre las que podrían incluirse los pactos parasociales, se ha abordado con una especial cautela. Como veremos, La Directiva nunca puede invocarse para fundamentar la ineficacia retroactiva *ope legis* y en todo momento de los pactos válidamente celebrados. Su art. 11.2, párrafo segundo dice *"Durante el plazo de aceptación de la oferta establecido en el apartado 1 del artículo 7, no podrá aplicarse al oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o en acuerdos*

⁶⁵ Sus Considerandos 18 y 19 señalan:

"(18) A fin de dotar de mayor utilidad a las disposiciones vigentes en materia de libre negociación de los valores de las sociedades contempladas en la presente Directiva y libre ejercicio del derecho de voto, es importante que las estructuras y mecanismos de defensa previstos por dichas sociedades sean transparentes y que dichas estructuras y mecanismos se presenten periódicamente en un informe dirigido a la junta general de accionistas.

(19) Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para brindar a todo oferente la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de éstas. A tal efecto, deben suprimirse las restricciones a la transmisibilidad de valores, las limitaciones de voto, los derechos especiales de nombramiento y los derechos de voto múltiple durante el plazo de aceptación de la oferta, y cuando la junta general de accionistas decida sobre medidas de defensa, sobre la modificación de los estatutos de la sociedad o sobre el nombramiento o la revocación de miembros del órgano de administración o dirección en la primera junta general de accionistas tras cerrarse la oferta. Cuando los titulares de valores sufran una pérdida como resultado de la supresión de derechos, debe ofrecerse una compensación equitativa con arreglo a las modalidades técnicas que establezcan los Estados miembros".

contractuales entre titulares de valores de la sociedad afectada celebrados tras la adopción de la presente Directiva". Asimismo, el segundo párrafo del art.11.3 dispone: "*Las restricciones al derecho de voto previstas en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o en acuerdos contractuales entre titulares de valores de la sociedad afectada celebrados tras la adopción de la presente Directiva no surtirán efecto durante la Junta General que decida sobre las posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9*". Por lo tanto, los pactos existentes con el objetivo señalado en ambas disposiciones (en buena medida coincidente con el del art. 112 LMV) sólo se verán afectados por la inaplicabilidad o ineficacia que en ellas se contempla si se hubieren celebrado con posterioridad a la adopción de la Directiva. De esta forma, se opta de manera expresa por una absoluta irretroactividad que implica el pleno respeto a la validez y eficacia de aquellos pactos parasociales existentes antes del momento apuntado.

No menos relevante resulta el art. 12.1 que señala: "*Los Estados miembros podrán reservarse el derecho de no requerir a las sociedades contempladas en el apartado 1 del art.1 que tengan el domicilio social en su territorio que apliquen los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11*". Por lo tanto, la Directiva deja en manos de los Estados la facultad de no requerir de las sociedades cotizadas correspondientes la aplicación, entre otras medidas de centralización, de las que se refieren a los pactos parasociales que afecten a la transmisibilidad de las acciones o al ejercicio del derecho de voto.

Nos encontramos pues con que las medidas de remoción de las barreras contractuales contra las OPAs quedan al arbitrio de los Estados miembros y que, en todo caso, tendrán claramente delimitados sus efectos lo cual, resulta coherente con las resistencias que desde el principio se detectaron en la Comunidad⁶⁶, y que en momentos posteriores han alcanzado una mayor intensidad⁶⁷.

⁶⁶ En este sentido, la Exposición de motivos de la Propuesta de Directiva presentada por la Comisión el 2 de octubre de 2002 señalaba: "*La Propuesta no sigue todas las*

Si a lo anterior se suma que la supresión de cualquier derecho por mor de las distintas medidas de centralización contempladas por la Directiva comportará necesariamente "*una compensación equitativa por cualquier pérdida sufrida por los titulares de los derechos*", resulta notorio que carece de todo fundamento la invocación del régimen comunitario de OPAs como soporte de la interpretación de la letra c) del apartado 2 de la Disposición transitoria tercera de la Ley de Transparencia.

En relación con lo anterior, la regulación de las OPAs vigente en nuestro país no establece sanción alguna de ineficacia para los pactos parasociales, sin perjuicio de que la existencia de tales pactos, cuando impliquen una actuación concertada de sus accionistas firmantes relevante para imputar a uno de ellos la titularidad del paquete conjunto de acciones, pueda determinar un supuesto de incumplimiento de la obligación de formular una OPA con las consecuencias previstas tanto en el ámbito sancionador (art. 99.r LMV) como en el de la suspensión de los derechos políticos inherentes a las acciones indebidamente detentadas (art. 40 Real Decreto 1197/1991). Adviértase que esta última ineficacia es parcial y se anuda a un incumplimiento de la obligación de formular una OPA.

recomendaciones del Informe Winter en cuanto a neutralización de las medidas de defensa tras una OPA exitosa (solución de "neutralización" o "breakthrough"). Dichas recomendaciones suscitaron la oposición de casi todos los Estados miembros y de los medios interesados debido, en particular, a los problemas jurídicos que pueden generar (umbral de aplicación, concepto de capital de cobertura de riesgos, compensación por pérdida de derechos, etc.). Por otra parte, la gran mayoría de las personas consultadas se opuso a la inclusión en esta Propuesta de medidas que pudieran tener consecuencias profundas para el Derecho de sociedades".

⁶⁷ V. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "La armonización disgregante: la Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas", p. 15.
El año 2006 ha sido pródigo en ejemplos varios en Europa de interferencias gubernamentales más o menos disimuladas en contra de intentos de control. Cierto es que, en sentido contrario, no han faltado ejemplos, los menos, de ausencia de intervención.